

金螳螂 (002081.SZ)

装饰龙头已具显著投资价值

竣工加快强化短期需求，中长期具有消费属性。2019年1-11月全国商品房竣工面积同比下降4.5%，降幅显著收窄1.0个pct，在融资全面收紧背景下，开发商预计仍将使用加快推盘和开工的快周转模式，预计后续建安投资仍可保持较快增速，竣工端有望继续改善，短期利好地产后周期装饰龙头。中长期来看，我国建筑耐久年限一般为50年，而建筑装饰使用年限远远小于建筑结构，一般为5-10年，叠加装饰消费不断升级换代，装饰行业具有消费属性，需求端优于土建施工，行业有望展现较好成长性。

龙头优势促市占率持续提升，盈利稳健持续增长。公司作为公装龙头近年来市占率不断提升，由2003年的0.2%显著提升至2018年的1.0%，主要系通过以下途径持续强化核心竞争力：1) 凭借突出的设计优势，加大公开标及EPC业务承接力度；2) 完善供应链管理机制，实现规模经济效益；3) 推出针对公共建筑的BIM系统，推进工业化、信息化转型；4) 探索全屋定制OEM+ODM模式，以实现全屋定制产品优势。公司市占率提升促Q3收入与盈利绝对额均创历史单季新高。预计随着公司前期公装订单持续转化、家装业务调整充分，未来有望持续稳健增长。

盈利能力处于行业较高水平，现金流与收款能力表现优异。相比同业公司近年来利润率普遍下行、现金流流入收窄，公司盈利能力及收款状况始终处于较好水平。公司2018/2019Q3毛利率为19.5%/18.6%，分别较同业平均水平高4.6/3.1个pct；历年净利率均维持在7%以上稳居行业首位，2018/2019Q3净利率为8.7%/7.7%，分别较同业平均水平高5.1/3.6个pct，盈利能力优势显著。现金流与收款能力方面，2011年以来公司经营性现金流净额仅在2014年为负，2015-2018年公司经营性现金流净额分别为0.8/11.0/17.8/16.5亿元，现金流整体状况较好，近四年收现比亦处于行业上游，回款能力持续优异。

估值已极低，具有较高配置性价比。公司股价前期下跌主要受房地产融资收紧政策周期影响及总裁事件冲击，我们认为房地产政策周期的影响已被大部分定价，总裁事件预计对公司中长期经营影响十分有限，目前公司市值218亿已达近年来的底部区域。公司当前PE(TTM)/PB(LF)分别为9.5/1.5倍，均创历史新低。PE与沪深300PE的比值为0.74，创出历史新低；PB与沪深300PB的比值为1.0，接近历史最低点，配置性价比高。

投资建议：我们预测公司2019-2021年归母净利润分别为23.6/26.7/30.2亿元，同比增长11%/13%/13%，对应EPS分别为0.88/1.00/1.13元(18-21年CAGR为13%)，当前股价对应PE分别为9/8/7倍，目前估值已处于历史极低水平，维持“买入”评级。

风险提示：地产政策调控风险，公装订单大幅下滑风险，家装业务拓展不及预期风险，原材料及劳动力成本快速上涨风险等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,996	25,089	30,124	35,218	40,245
增长率 yoy (%)	7.1	19.5	20.1	16.9	14.3
归母净利润(百万元)	1,918	2,123	2,358	2,667	3,022
增长率 yoy (%)	14.0	10.7	11.0	13.1	13.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.72	0.79	0.88	1.00	1.13
净资产收益率(%)	16.4	16.0	15.4	15.3	15.1
P/E(倍)	11.4	10.3	9.3	8.2	7.2
P/B(倍)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1

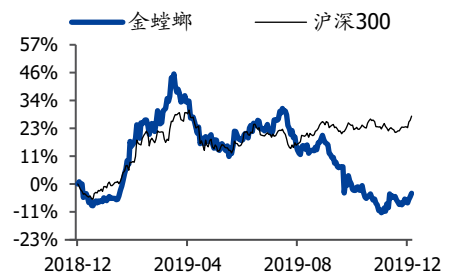
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	装修装饰
前次评级	买入
最新收盘价	8.16
总市值(百万元)	21,839.49
总股本(百万股)	2,676.41
其中自由流通股(%)	96.48
30日日均成交量(百万股)	14.94

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究

- 《金螳螂(002081.SZ)：单季收入与盈利创新高，现金流持续改善》2019-10-26
- 《金螳螂(002081.SZ)：Q2营收及业绩显著加速，现金流持续改善》2019-08-21
- 《金螳螂(002081.SZ)：订单持续快速增长，竣工加快业绩转化》2019-07-30

内容目录

1. 行业分析：竣工加快强化短期需求，中长期具有消费属性.....	4
1.1 短期看竣工显著加快，装饰龙头有望受益	4
1.2 中长期看装饰行业具有消费属性，需求端优于土建施工	4
2. 公装业务：龙头优势促市占率提升，盈利稳健持续增长.....	5
2.1. 持续强化核心竞争力，市占率持续提升.....	5
2.2. 订单稳健增长动力充足，促收入与利润体量持续创历史新高.....	8
3. 家装业务：今年处于调整期，明年有望轻装上阵.....	9
4. 经营效率处于行业较高水平，现金流与收款能力表现优异.....	9
4.1. 盈利能力处于行业较高水平	9
4.2. 现金流与收款情况优异，存货周转率处于同业较高水平	11
5. 估值已极低，具有较高配置性价比.....	12
6. 投资建议.....	14
7. 风险提示.....	14

图表目录

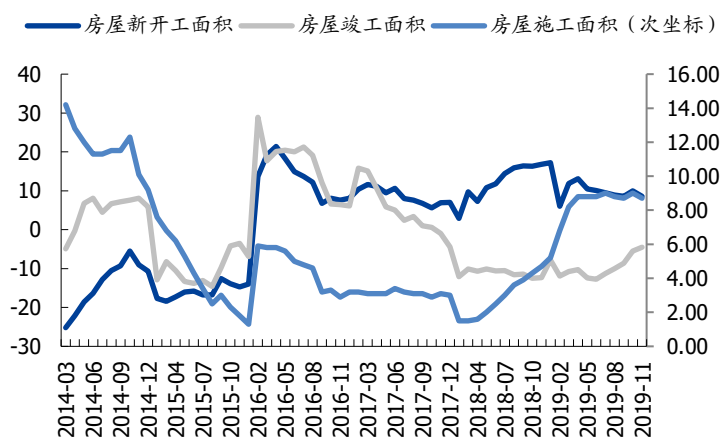
图表 1: 房屋新开工面积、施工面积与竣工面积累计同比增速 (%)	4
图表 2: 房地产开发投资额各分项累计同比增速 (%)	4
图表 3: 金螳螂公装业务市占率	5
图表 4: 2003-2018 年金螳螂公装业务市占率情况.....	5
图表 5: 公司设计业务体量与同业对比	6
图表 6: 金螳螂·慧筑科技 BIM 产品主要功能.....	7
图表 7: "海福乐家"卧室解决方案.....	7
图表 8: "海福乐家"五金收纳系统.....	7
图表 9: 2016Q4-2019Q3 公司已签约未完工订单情况 (亿元)	8
图表 10: 2019Q3 公司单季营收体量创历史新高	8
图表 11: 2019Q3 公司单季归母净利润体量创历史新高	9
图表 12: 金螳螂家装相对小型公司的优势估算.....	9
图表 13: 公司毛利率与同业对比.....	10
图表 14: 公司净利率与同业对比.....	10
图表 15: 公司综合费用率与同业对比.....	10
图表 16: 公司期间费用率构成情况	10
图表 17: 公司历年经营性及投资性现金流情况.....	11
图表 18: 公司收现比与同业对比.....	11
图表 19: 公司应收账款周转率与同业对比	11
图表 20: 公司存货周转率与同业对比	11
图表 21: 公司历史市值变化情况.....	12
图表 22: 公司历年 PE (TTM)	12
图表 23: 公司历年 PB (PB)	12
图表 24: 公司与沪深 300 历年 PE (TTM) 的比值.....	13
图表 25: 公司与沪深 300 历年 PB (LF) 的比值.....	13
图表 26: 公司历史 PE-band.....	13
图表 27: 公司历史 PB-band	13
图表 28: 可比公司估值表.....	13

1. 行业分析：竣工加快强化短期需求，中长期具有消费属性

1.1 短期看竣工显著加快，装饰龙头有望受益

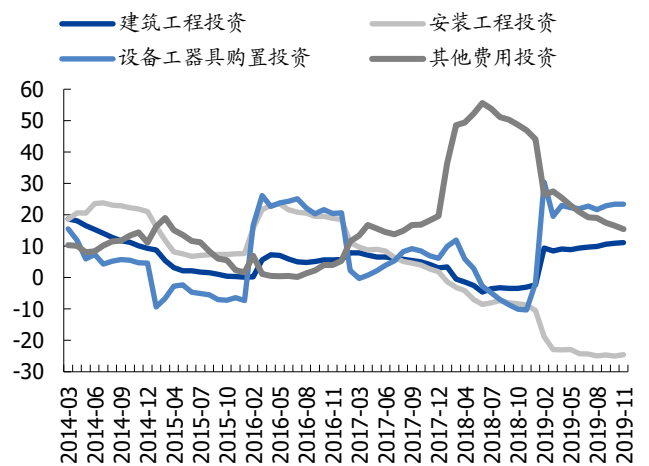
地产销售面积回正，竣工显著加速。2019年1-11月，全国房地产开发投资同比增长10.2%维持高位；商品房销售面积增长0.2%，增速较1-10月加快0.1个pct，已由负转正；销售额较快增长7.3%。1-11月房屋竣工面积同比下降4.5%，降幅显著收窄1.0个pct。在融资全面收紧背景下，开发商预计仍将使用加快推盘和开工的快周转模式，预计后续建安投资仍可保持较快增速，竣工端有望继续改善，利好地产后周期行业，装饰龙头有望受益。

图表1：房屋新开工面积、施工面积与竣工面积累计同比增速（%）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表2：房地产开发投资额各分项累计同比增速（%）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

1.2 中长期看装饰行业具有消费属性，需求端优于土建施工

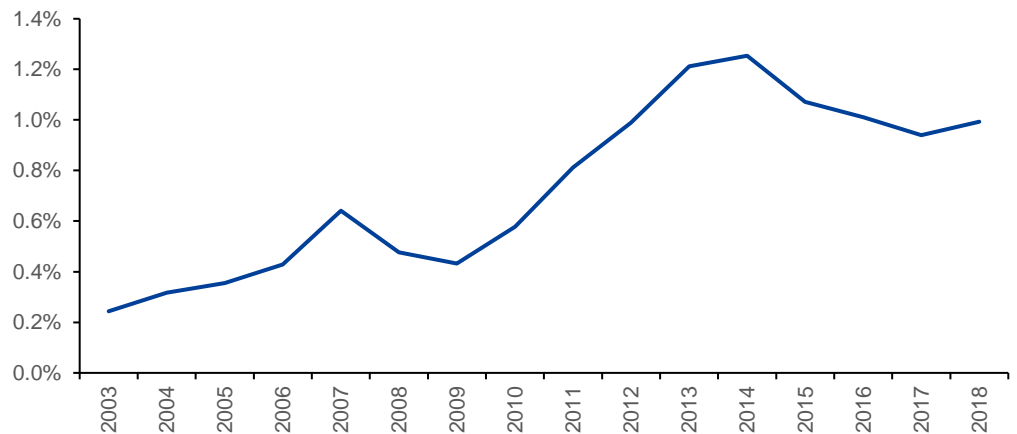
我国建筑的耐久年限一般是50年，而建筑装饰的使用年远远小于建筑结构，一般为5-10年。一方面，消费者对于生活及工作环境的功能布局、设计风格需求在不断变化，审美情趣的不断提升，使得消费者对于装饰装修有更高的要求。另一方面，建筑材料的使用寿命有限，例如壁纸/普通地砖/木地板使用寿命为10年、15年、20年，水、电等设备、管线也存在老化现象，同时高性能、复合型、多功能的材料层出不穷，建筑材料更新换代快。因此，中长期来看装饰行业具有消费属性，需求端由于土建施工，有望展现较好的成长性。

2. 公装业务：龙头优势促市占率提升，盈利稳健持续增长

2.1. 持续强化核心竞争力，市占率持续提升

近年来装饰行业集中度加速向龙头公司集中：1) 营改增使得财务及采购不规范、依靠挂靠生存的企业逐渐从市场退出；2) 原材料及资金价格大幅上涨，龙头公司更具议价和应对能力；3) EPC 等装修模式推广使具有设计总包能力的龙头企业掌握项目主动权。公司作为行业龙头近年来公装业务市占率不断提升，由 2003 年的 0.2% 显著提升至 2018 年的 1.0%，最高为 2014 年的 1.3%，展现了公司较强的行业竞争力。

图表 3: 金螳螂公装业务市占率



资料来源: Wind, 中国建筑装饰业协会, 国盛证券研究所

图表 4: 2003-2018 年金螳螂公装业务市占率情况

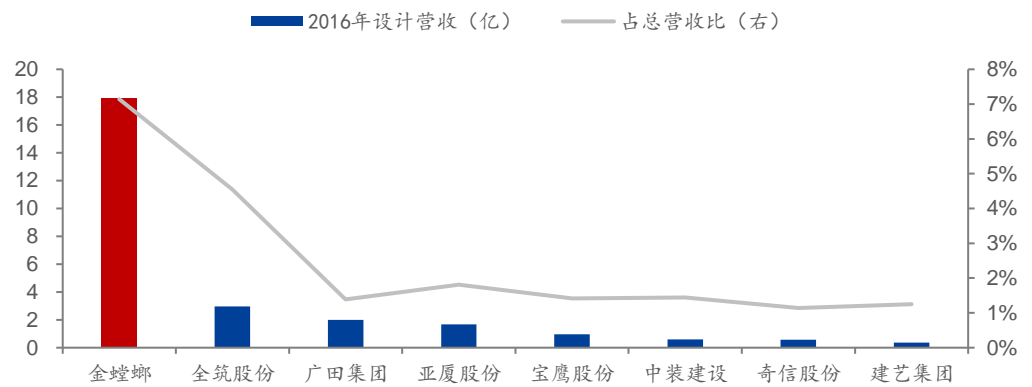
年份	金螳螂公装业务收入 (亿元)	公装行业总产值 (亿元)	金螳螂公装业务市占率
2003	7	2800	0.2%
2004	10	3100	0.3%
2005	13	3643	0.4%
2006	18	4140	0.4%
2007	35	5400	0.6%
2008	33	7000	0.5%
2009	41	9500	0.4%
2010	66	11500	0.6%
2011	101	12500	0.8%
2012	139	14100	1.0%
2013	184	15200	1.2%
2014	207	16500	1.3%
2015	187	17400	1.1%
2016	190	18800	1.0%
2017	191	20300	0.9%
2018	217	21800	1.0%

资料来源: Wind, 中国建筑装饰业协会, 国盛证券研究所

公司市占率提升的重要推动力为持续强化核心竞争力。近年来公司主动适应市场变化，提升管理水平和服务能力，通过以下四条途径持续强化核心竞争力：

1) 凭借突出的设计优势，加大公开标及 EPC 业务承接力度，相关合同产值增长较快。针对市场的 EPC 业务逐渐增多的新变化，公司加大了该类项目的承接力度，加强营销、设计、投标和施工等业务全条线的通力配合，已经组建起适合公司发展的 EPC 业务模式，公司设计优势在该类项目中得到充分体现，EPC 项目的合同产值增长迅速。未来，设计也将在客户沟通维护、施工效率提升、工程质量把控等各方面，体现更大价值。我们预计，2019H1 公司 EPC 项目中标率达到 80% 以上的，同时公司 2 个亿以上体量大项目占上半年新签订单比例达到的 38% 以上。

图表 5: 公司设计业务体量与同业对比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2) 完善供应链管理机制，通过集中招标、集中采购、集中调拨，提升供应链话语权，实现规模经济效应。公司近些年持续完善供应链管理机制，通过优化资源整合平台以及利用自身规模优势，打造了集中供应链管理体系。公司的供应链管理伴随工程周期的全过程，可以进行深度资源整合，通过集中招标、集中采购、集中调拨，提升公司供应链话语权，实现规模经济效应。

3) 推出针对公共建筑的 BIM 系统，实现工程信息云端同步，推进工业化、信息化转型。公司推出针对公共建筑的 BIM 管理系统，建立了完善的 BIM 实施流程和协同平台，结合云计算、大数据、移动应用、物联网等技术对公司现有管理流程进行优化和融合，实现工程信息云端同步。在北京中国尊、普陀山观音圣坛、北京大兴机场等项目中，公司以 BIM 项目管理平台为基础，实现了从前期策划、后场加工到现场安装、过程检核等施工各环节阶段的运用，提升项目施工精度、管理效率和服务质量。目前公司拥有百余人的专职 BIM 技术研发、应用人员，多次获得国内外 BIM 大赛奖项，被中国装饰协会授予“装饰行业 BIM 研究中心”。

图表6: 金螳螂·慧筑科技 BIM 产品主要功能



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

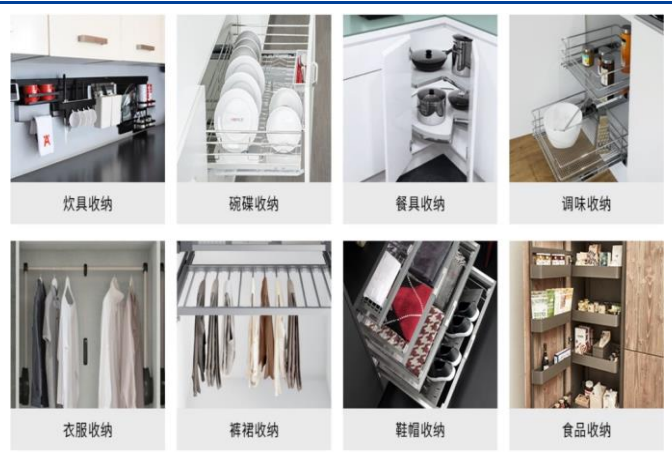
4) 探索全屋定制 OEM+ODM 模式, 通过主材、辅材与海外 ODM 供应商资源整合, 以实现全屋定制产品优势。金螳螂·家与德国海福乐集团正式达成战略合作, 双方共同推出全屋定制品牌 HAFELEHOME(海福乐家)。德国海福乐是全球五金件生产商第一品牌, 和金螳螂长期一直在酒店业务的五金件方面的合作非常紧密。橱柜的核心是在五金, 海福乐直供价格会低很多。公司运用海福乐的技术及管理 OEM+ODM 生产, 出厂利润给海福乐 2%-3%, 计划在全国金螳螂·家店中开始海福乐家的“店中店”。

图表7: “海福乐家”卧室解决方案



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表8: “海福乐家”五金收纳系统

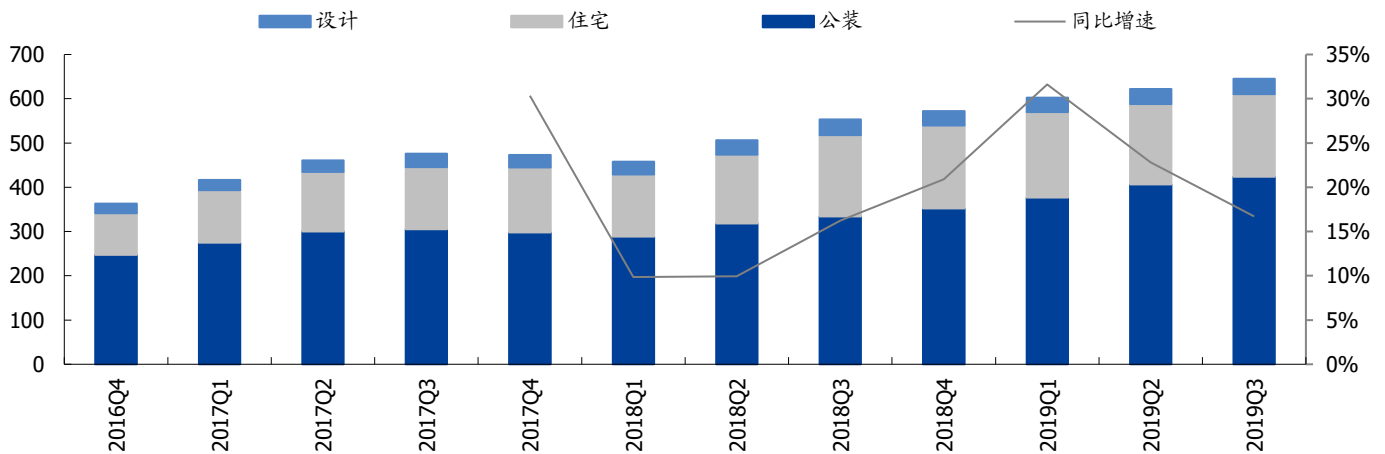


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2.2. 订单稳健增长动力充足，促收入与利润体量持续创历史新高

新签订单持续稳健增长，在手订单较为饱满。2019Q1-3 公司新签订单总额 334.2 亿元，同比稳健增长 17%，其中新签工装/住宅/设计订单分别为 185.6/126.5/22.1 亿元，同比增长 16%/18%/30%。截止 2019 Q3 末，公司在手已签约未完工订单为 645.5 亿元，同比/环比分别增长 17%/4%，约为 18 年收入 2.6 倍，在手订单充足。

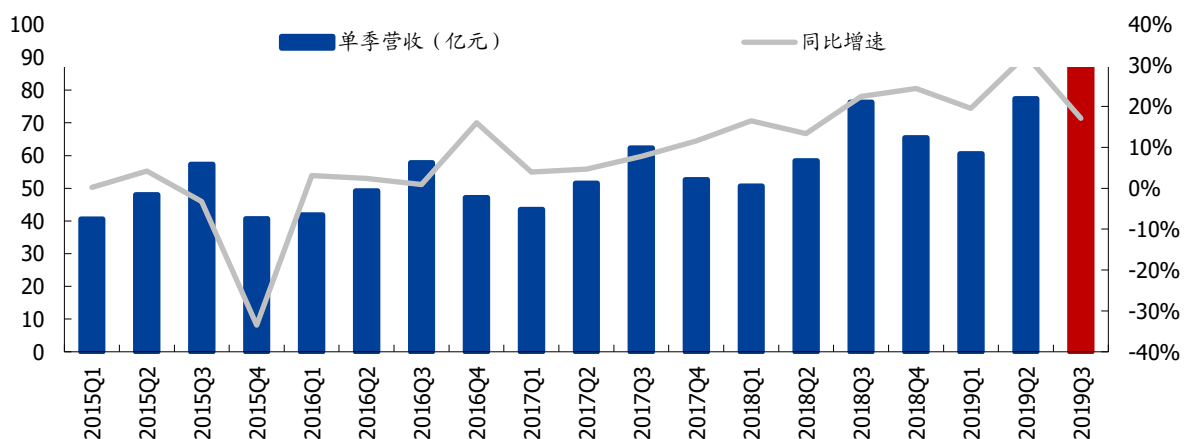
图表 9: 2016Q4-2019Q3 公司已签约未完工订单情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

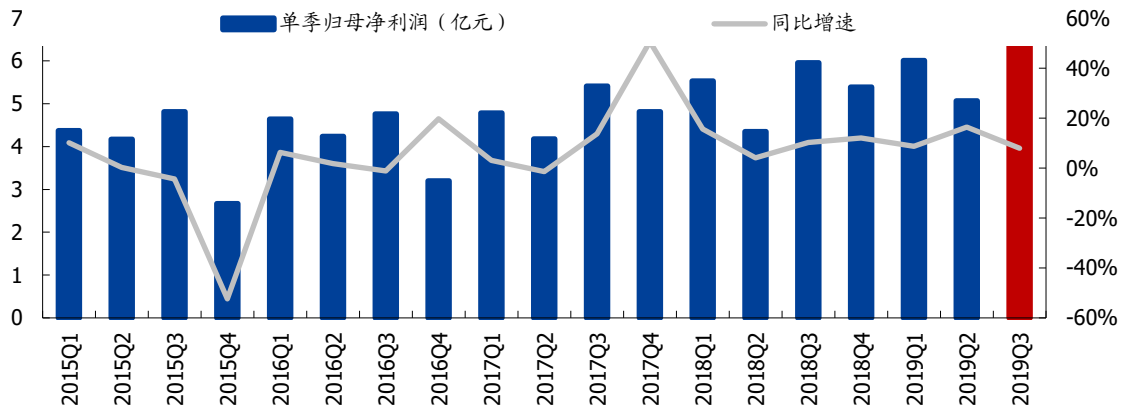
在手充足订单不断转化，促 2019Q3 单季收入与盈利均创新高。公司 2019Q1-3 实现营业收入 227.4 亿元，同比增长 23%；实现归母净利润 17.5 亿元，同比增长 10%。分季度看，Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 60.6/77.4/89.5 亿元，同比增长 20%/33%/17%；Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润 6.0/5.1/6.4 亿元，同比增长 9%/16%/8%，公司 Q3 收入与盈利绝对额均创历史单季新高。预计随着公司前期传统工装订单持续转化、家装业务盈利能力改善，全年仍有望继续稳健增长。

图表 10: 2019Q3 公司单季营收体量创历史新高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2019Q3 公司单季归母净利润体量创历史新高

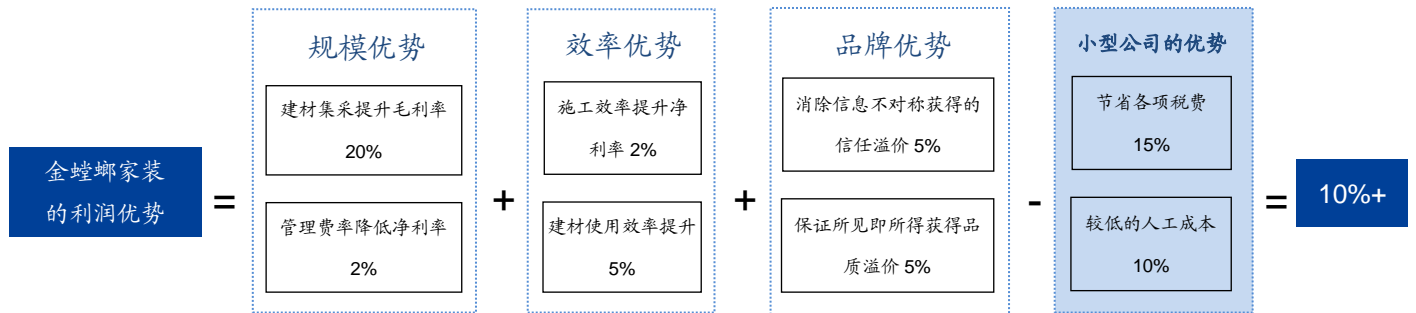


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 家装业务: 今年处于调整期, 明年有望轻装上阵

公司 2C “金螳螂·家”业务在过去 3 年每年新开 60-70 家店后, 今年不主动扩张, 致力于改善存量门店管理和盈利质量。近期公司公告, 电商家装业务负责人已发生变更, 我们预计今年公司家装业务调整充分, 明年有望轻装上阵。

图表 12: 金螳螂家装相对小型公司的优势估算



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

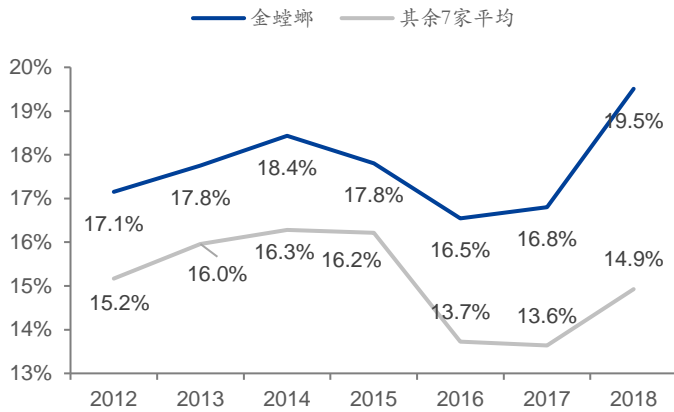
4. 经营效率处于行业较高水平, 现金流与收款能力表现优异

4.1. 盈利能力处于行业较高水平

我们选取广田集团、亚厦股份、宝鹰股份、全筑股份、中装建设、奇信股份、建艺集团七家公司作为金螳螂的同业可比公司, 发现: 金螳螂毛利率、净利率显著高于同业平均水平, 综合费用率持续低于同业平均, 收现比持续高于同业平均, 表明公司盈利及收款能力持续优异。

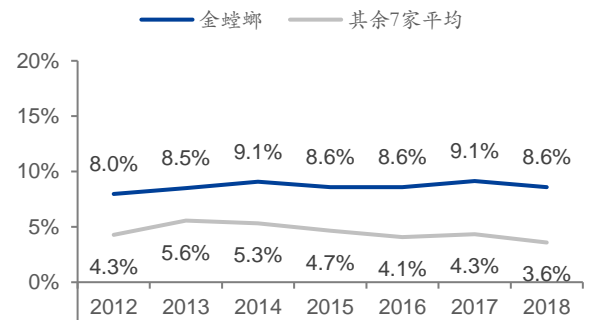
盈利能力居行业首位，净利率优势尤为显著。我们选取广田集团、亚厦股份、宝鹰股份、全筑股份、中装建设、奇信股份、建艺集团七家可比公司进行对比。毛利率方面，公司历年均处于行业较高水平，2018/2019Q3 毛利率为 19.5%/18.6%，分别较同业平均水平高 4.6/3.1 个 pct。净利率方面，公司历年均维持在 7%以上，且持续稳居行业首位，2018/2019Q3 净利率为 8.7%/7.7%，分别较同业平均水平高 5.1/3.6 个 pct。公司的毛利率、净利率均持续处于行业较高水平，盈利能力优势显著。

图表 13: 公司毛利率与同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

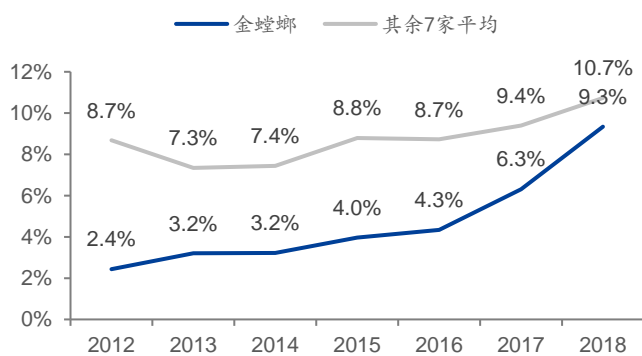
图表 14: 公司净利率与同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

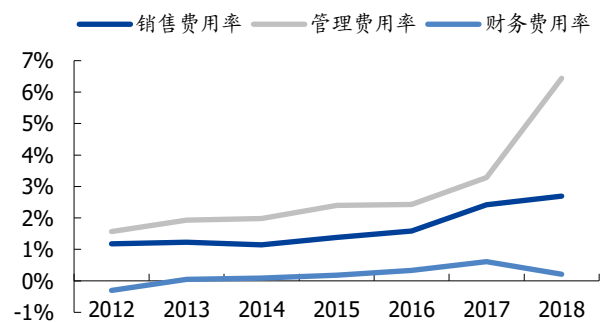
费用率处于行业平均水平，随规模扩张逐年提高。近年来，公司期间费用率有所提升。2017 年公司期间费用率为 6.31%，同比增加 1.97 个 pct，略低于行业平均水平 0.06 个 pct。2017 年，公司销售/管理/财务费用率分别为 2.42%/3.28%/0.16%，较 16 年分别提高 0.84/0.85/0.28 个 pct。公司近年来三项费用率均呈现上升趋势，其中销售、管理费用率提高主要系“金螳螂家”系列公司数量和规模扩大所致。

图表 15: 公司综合费用率与同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 公司期间费用率构成情况



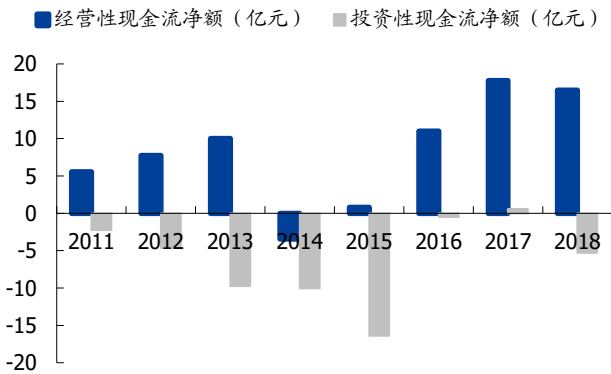
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2. 现金流与收款情况优异，存货周转率处于同业较高水平

近年来公司现金流情况较好。2011年以来公司经营性现金流净额仅在2014年为负，2015-2018年，公司经营性现金流净额分别为0.82/11.01/17.77/16.49亿元，投资性现金流净额分别为-16.39/-0.49/0.59/-5.27亿元，现金流整体状况较好。

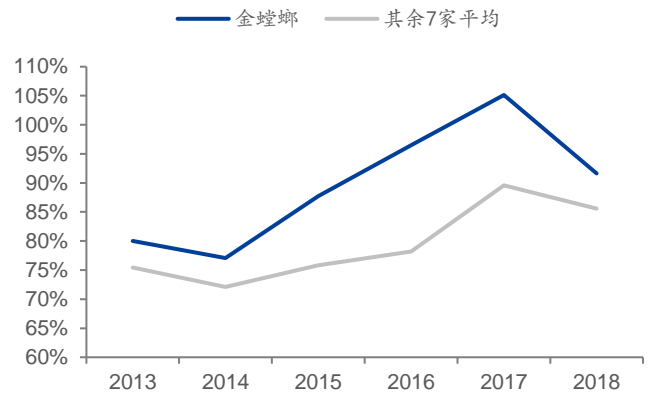
公司收现比较高，回款能力优异。2015-2018年收现比分别为88%/97%/105%/92%，分别高于可比公司平均水平12/18/16/6个pct，近四年来均处于可比公司上游，反映出公司回款能力较强。

图表 17: 公司历年经营性及投资性现金流情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

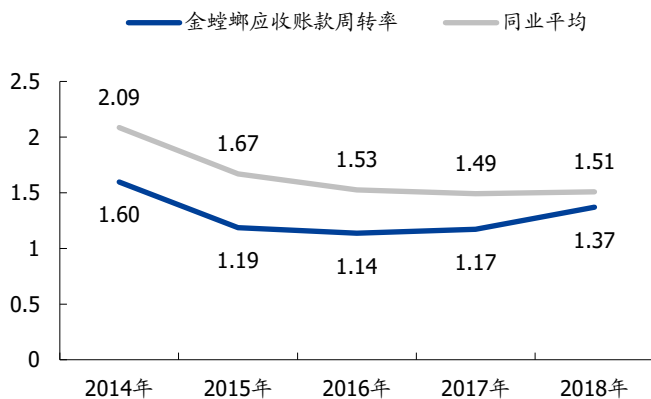
图表 18: 公司收现比与同业对比



资料来源: 国盛证券研究所

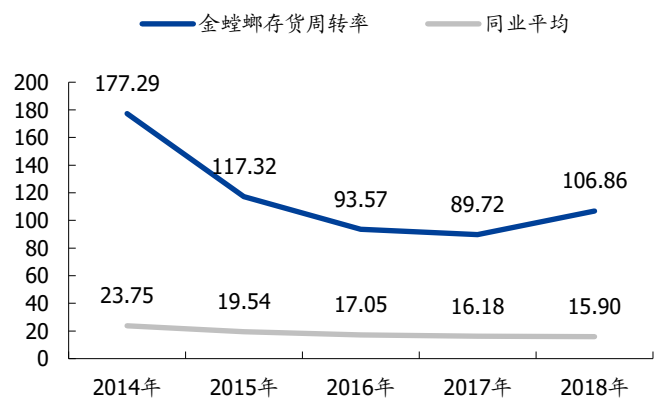
应收账款周转率低于同业平均水平，但存货周转率高。一方面，公司2014-2018年应收账款周转率均低于同业平均水平，预计主要系公司所承接公装订单体量较大，回款周期较长所致。但近年来受公司通过成立审计收款专业团队、建立回款绩效考核机制，公司应收账款周转率逐渐回升接近同业平均水平。另一方面，公司存货周转率稳居行业最高水平，大幅超越同业平均水平，体现了公司较高的经营管理效率。

图表 19: 公司应收账款周转率与同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 公司存货周转率与同业对比

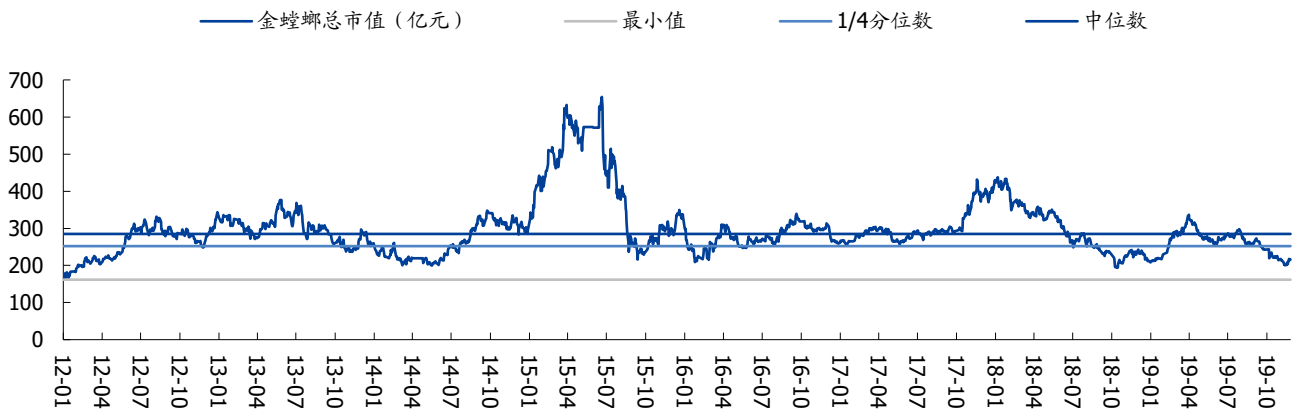


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 估值已极低，具有较高配置性价比

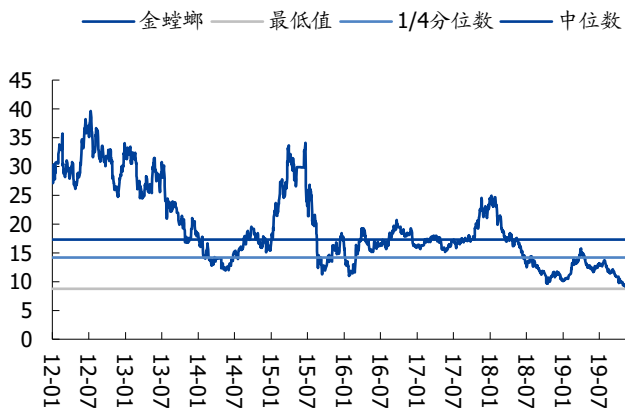
市值与估值已处极低水平。公司股价前期下跌主要受房地产融资收紧政策周期影响及总裁事件冲击，我们认为房地产政策周期的影响已被大部分定价，总裁事件预计对公司中长期经营影响十分有限，目前公司市值 218 亿已达近年来的底部区域。估值方面，公司当前 PE (TTM) /PB (LF) 分别为 9.5/1.50 倍，均创历史新低。PE 与沪深 300PE 的比值为 0.74，创出历史新低；PB 与沪深 300PB 的比值为 1.00，接近历史最低点。

图表 21: 公司历史市值变化情况



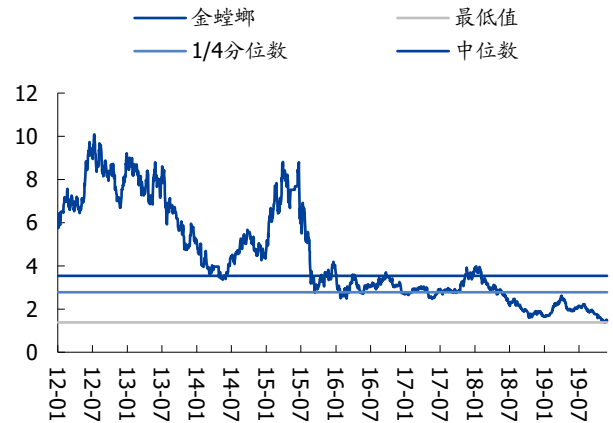
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 公司历年 PE (TTM)



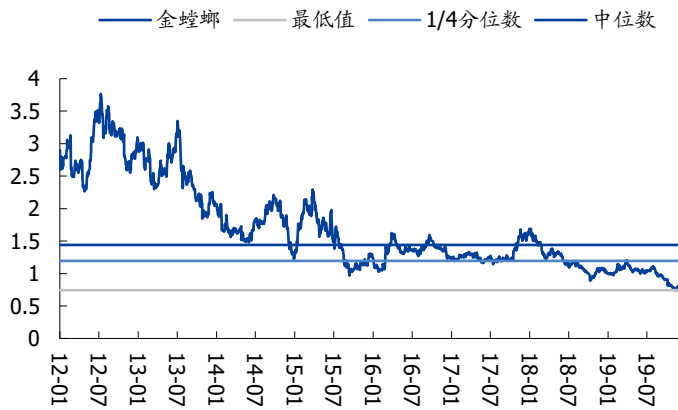
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 公司历年 PB (PB)



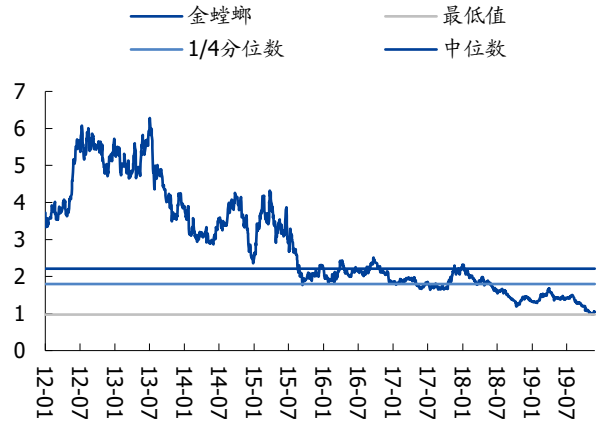
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 公司与沪深 300 历年 PE (TTM) 的比值



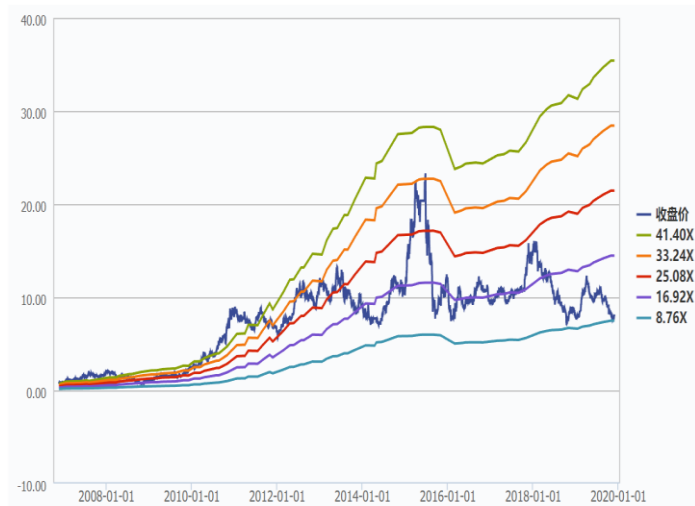
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 公司与沪深 300 历年 PB (LF) 的比值



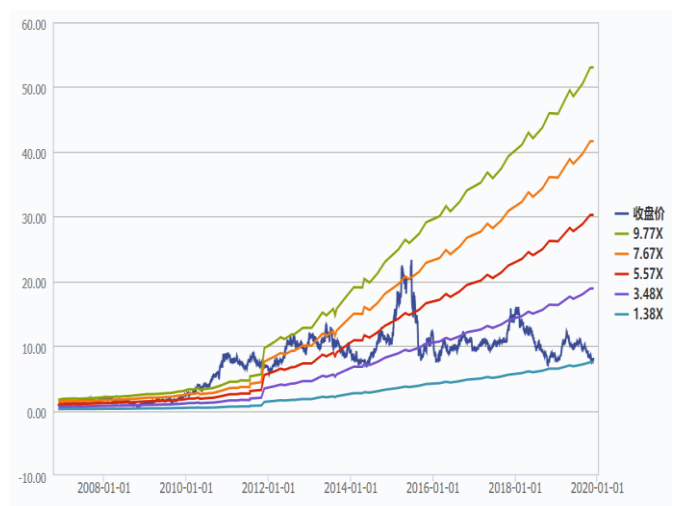
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 公司历史 PE-band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 公司历史 PB-band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

估值同业对比方面, 根据 Wind 一致盈利预期, 同业可比公司亚厦股份、广田集团、全筑股份、奇信股份、中装建设当前股价对应 2019-2021 年平均 PE 为 18.2/14.8/11.6 倍, 显著高于公司 9.3/8.2/7.2 倍 PE, 公司相对同业可比公司估值优势显著。

图表 28: 可比公司估值表

股票简称	股价	EPS				PE				PB
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
亚厦股份	5.72	0.28	0.30	0.35	0.45	20.8	18.9	16.2	12.8	1.0
广田集团	4.20	0.23	0.22	0.25	0.35	18.5	19.1	16.6	12.1	0.9
全筑股份	6.26	0.48	0.64	0.84	1.07	12.9	9.7	7.5	5.9	1.6
奇信股份	16.92	0.75	0.93	1.16	1.39	22.6	18.2	14.6	12.2	1.9
中装建设	9.10	0.25	0.37	0.48	0.61	36.8	24.8	18.9	15.0	2.2
平均值						22.3	18.2	14.8	11.6	1.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价截至 2019/12/17

6. 投资建议

我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 23.6/26.7/30.2 亿元，同比增长 11%/13%/13%，对应 EPS 分别为 0.88/1.00/1.13 元（18-21 年 CAGR 为 13%），当前股价对应 PE 分别为 9/8/7 倍，目前估值已处于历史极低水平，维持“买入”评级。

7. 风险提示

地产政策调控风险，公装订单大幅下滑风险，家装业务拓展不及预期风险，原材料及劳动力成本快速上涨风险等。

1. 地产政策调控风险。装饰行业地产后周期特性显著，与房地产行业景气度关联性强。近年来，我国政府采取了金融、税收、行政等一系列手段对房地产行业进行宏观调控。如果未来政府继续出台更严厉的调控政策，可能对公司住宅装饰业务的开拓产生不利影响。

2. 公装订单大幅下滑风险。公装行业尤其是龙头公司受宏观经济周期波动影响，若经济结构调整初期我国经济增长速度持续放缓，固定资产投资不断减少，将会影响对公装服务的需求，可能对公司未来公装业务开拓的产生不利影响。

3. 家装业务拓展不及预期风险。公司主要通过布局“金螳螂家”线下门店来实现家装业务业务和规模的不断扩张，存在着开店数量不及预期的风险。

4. 原材料及劳动力成本快速上涨风险。若原材料价格及劳动力成本快速上涨，将导致工程总成本上升，影响公司效益。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com